

WINSTBEPALING EN VERSLAGLEGGING VAN BELEGGENS-  
MAATSCHAPPIJEN*door Kl. Jongsma**Inleiding*

De belangstelling voor beleggingsmaatschappijen neemt steeds toe, niet alleen van de zijde der beleggers, ook in de literatuur wordt voortdurend meer aandacht aan deze ondernemingsvorm geschonken.

In deze literatuur is echter, voorzover schrijver dezes bekend, nog zeer weinig of geen aandacht geschonken aan de winstbepaling en de verslaglegging te volgen door beleggingsmaatschappijen.

Bij bestudering van de verslagen van 3 grote Nederlandsche beleggingsmaatschappijen en hun statuten, valt het op, dat het begrip „winst” bij deze instellingen niet duidelijk of in het geheel niet naar voren komt. Een geliefkoosde uitdrukking is hierbij om een niet nader toegelicht begrip „inkomsten” naar voren te brengen. Het gehele verslag bestaat uit een bespreking van de algemene economische toestand en van de effectenportefeuille. Over de „inkomsten” hangt een geheimzinnig waas.

Het volgende wil een poging zijn het begrip „winst” van een beleggingsmaatschappij nader te bepalen.

Een nadere bepaling van het begrip beleggingsmaatschappij is daartoe nodig.

Onder een beleggingsmaatschappij willen we hier verstaan een onderneming, juridisch in NV vorm georganiseerd, wier activiteiten bestaan uit het aantrekken van risicodragend vermogen en het beleggen van dit vermogen uitsluitend of bijna uitsluitend in ter beurze genoteerde aandelen. Het aantrekken van niet-  
risicodragend vermogen - met name obligatievermogen - alsmede het beleggen in obligaties is hiermede dus uitgesloten. Daarnaast wordt verondersteld dat de beleggingsmaatschappij geen beheershandelingen verricht als ware zij een holding company.

In het kader van dit artikel willen wij het hierboven omschreven begrip nog nader beperken tot beleggingsmaatschappijen met een „open” kapitalisatie d.w.z. beleggingsmaatschappijen waarbij zowel toe- als afname van het aandelen-kapitaal op initiatief van de beleggers onbeperkt mogelijk is. In de praktijk betekent dit dat de beleggingsmaatschappij nieuwe aandelen uitgeeft tegen een koers gelijk aan de intrinsieke waarde van haar bezittingen al dan niet verhoogd met een premie voor de kosten van uitgifte. Daartegenover staat dat de beleggingsmaatschappij de koers harer aandelen „steunt” door beursaankopen van eigen aandelen, indien anders de koers daarvan beneden de intrinsieke waarde van haar bezittingen daalt.

*Doelstelling van de beleggingsmaatschappij*

Het bijzondere karakter ener beleggingsmaatschappij vloeit voort uit het feit dat ze optreedt als collectief van haar aandelen kopende beleggers.

De beleggers streven met hun beleggen een bepaald doel na, waarvan de uitersten als volgt weergegeven kunnen worden:

- a. het vergroten van een bepaald afgescheiden vermogensbestanddeel, zonder het gebruik van een enkel deel daarvan voor consumptieve doeleinden;

b. het verkrijgen van een zo groot mogelijke inkomsten-bron uit een bestaand vermogensbestanddeel.

De beleggers zullen slechts beleggen in aandelen van die beleggingsmaatschappijen, wier beleggingsdoel identiek is met het hunne. Voor de beleggingsmaatschappij treden dan in overeenstemming met de beleggingsdoeleinden der individuele beleggers als uitersten in hun doelstelling op:

- a. het vormen van een z.g. groeifonds;
- b. het geven van een zo ruim mogelijk rendement.

### *Winstbepaling*

Als we onder winst verstaan het voor uitkering vatbare vermogensaccres ener bedrijfshuishouding, dan wordt de winst bij een beleggingsmaatschappij bepaald door haar doelstelling (d.i. dus de doelstelling van haar aandeelhouders) en slechts in haar uiterste grenzen beperkt door de eis van continuïteitshandhaving.

De continuïteit wordt in gevaar gebracht door structurele en door conjuncturele factoren. Als voornaamste structurele factoren willen we hier noemen:

- a. het fiscale klimaat waarin de beleggingsmaatschappijen werken - dat zijn de afwijkingen tussen de fiscale voorschriften voor individuele beleggers en beleggingsmaatschappijen;
- b. de doeltreffendheid van het beheer - door een slecht beheer zal het aanbod van aandelen in de beleggingsmaatschappij op de beurs groter worden dan de vraag, waardoor het vermogen van de beleggingsmaatschappij voortdurend zal dalen en liquidatie het onvermijdelijk gevolg zal zijn.

De voornaamste conjuncturele factor vloeit voort uit het algemeen terugtrekken van belegd risicodragend-vermogen, waardoor ook het vermogen der beleggingsmaatschappij wordt verkleind en dan nog onder zeer ongunstige marktfactoren.

De factor, die in het vlak der continuïteitshandhaving het meest rechtstreeks met de winstbepaling verbonden is, ligt bij de beleggingsmaatschappij in het al of niet realiseren van koerswinsten/verliezen. Indien niet gerealiseerde posten in de uitkeerbare winst worden opgenomen, betekent dit een aantasting van het in activa gebonden vermogen. Een mogelijkheid welke bij een beleggingsmaatschappij, welke voortdurend haar aandelenkapitaal vergroot, beslist niet tot de onmogelijkheden behoort.

Om nader te bepalen wat bij de beleggingsmaatschappijen onder uitkeerbaar gerangschikt mag worden, is het nuttig vast te stellen waaruit het vermogensaccres resp. het vermogensdecres van een beleggingsmaatschappij bestaat.

We kunnen dat vermogensaccres/decres als volgt splitsen:

- a. wijziging in het vermogen door toe- resp. afname van het aandelenkapitaal en de daarmee samenhangende agioreserve;
- b. de in contanten ontvangen dividenden;
- c. koersverschillen;
- d. claims, stockdividenden e.d.;
- e. andere ontvangsten (o.a. intresten op liquide middelen).

Is het doel van de beleggingsmaatschappij een groeifonds te zijn, dan is de splitsing van de vermogenstoename/afname betrekkelijk irrelevant, houdt het doel echter een winstuitkering in, dan kunnen wij bij bovengenoemde punten het volgende aantekenen:

*Ad. a* - de mutaties in het eigen vermogen zijn in hun algemeenheid uiteraard niet voor uitkering vatbaar. Er zijn echter 2 delen in deze ontvangsten welke nadere aandacht vragen:

1. de bij uitbreiding van het aandelenkapitaal ontvangen kostenvergoeding vormt een ontvangst, welke met de daarmee verband houdende kosten gecompenseerd mag worden;
2. in het agio, dat gedurende een verslagperiode wordt ontvangen is begrepen een deel dat identiek is met de reeds ontvangen en als uitkeerbaar aan te merken dividenden. Dit deel zal in de resultatenrekening dan ook als uitkeerbaar aangemerkt kunnen worden.

*Ad. b* - Ontvangen contant dividenden zijn ontvangen winstuitkeringen van derden en als zodanig uitkeerbaar.

*Ad. c* - Koersverschillen zijn te onderscheiden in gerealiseerde en niet gerealiseerde. Het uitkeren van niet gerealiseerde koersverschillen is niet mogelijk, omdat dit zou betekenen een vooruitlopen op een onzekere gebeurtenis - het is altijd de vraag of een koersverschil in dit geval inderdaad realiseerbaar zal zijn, tevens kan de liquiditeit er zeer sterk nadelig door worden beïnvloed.

Tegen het uitkeren van gerealiseerde koersverschillen is geen bezwaar, tot een werkelijke uitkering ervan zal het echter pas komen als de doelstelling der beleggingsmaatschappij dit toelaat.

Het beleggingsfonds treedt hier als het ware op als een collectieve speculant; speculeren kan op zichzelf een doelstelling zijn, en daaruit vloeit voort dat ook de uitkomst van speculeren een uitkeerbaar vermogensbestanddeel zijn kan.

Voor koersverliezen geldt hetzelfde. Gerealiseerde koersverliezen zullen het rendement nadelig beïnvloeden m.a.w. ze moeten uit andere inkomstenbronnen bestreden worden.

Niet gerealiseerde koersverliezen vormen een vermogensvermindering welke de koers van de aandelen der beleggingsmaatschappij drukken, ze beïnvloeden echter de uitkeerbare winst niet. Ze vormen een onderdeel van het algemene beleggersrisico, dat ook besloten ligt in aandelen ener beleggingsmaatschappij.

Een vraagpunt apart is hoe een koersverschil te bepalen van een fonds waarvan de samenstellende bestanddelen niet gelijktijdig verkregen zijn. De delen van de portefeuille bevattende één fonds, zijn door elkaar leverbaar, ze zijn niet van elkaar te onderscheiden, hun waarde is identiek. Logisch lijkt hier met een gemiddelde aankoop prijs te werken; practisch in ieder geval zal er geen andere oplossing zijn.

*Ad. d* - Het verkrijgen van claimrechten, stockdividenden, agio-dividenden etc. is in werkelijkheid niets anders dan het veranderen van de vermogensbestanddelen bij de uitkerende vennootschap.

Vaak gaat zo'n uitkering vergezeld van een mededeling van het bestuur van de uitkerende vennootschap dat zij verwacht dat het dividend op de oude voet gehandhaafd zal kunnen worden. Wordt de koers van een aandeel nu bepaald geacht door zijn intrinsieke waarde, dan stelt zo'n uitkering in wezen voor de belegger niets voor.

Wordt de koers echter bepaald geacht door het rendement dan is zo'n uitkering van werkelijke betekenis - het rendement op de oorspronkelijke investering toch wordt door de uitkering hoger.

Voor het uitkeerbaar zijn bij de beleggingsmaatschappij kunnen we een parallel trekken met de koersverschillen. Worden de verkregen rechten afgestoten, dan wordt een deel van het verkregen bezit afgestoten - welke achtergrondgedachten we bij het bepalen der verkregen rechten ook hadden. Worden de verkregen rechten in het bezit opgenomen dan heeft dit geen invloed op de uitkeerbare winst van het heden, worden de verkregen rechten verkocht dan ontstaat er een koersverschil. Mede door de moeilijkheden bij het bepalen van de theoretische waarde lijkt de beste oplossing voor het bepalen der verkregen waarde, een zich baseren op de aanschafprijzen evenredig met de nominale waarden.

### *De verslaglegging*

Onder verslaglegging willen we hier verstaan alle openbaarmaking van gegevens betreffende een bedrijfshuishouding door de leiding.

Het jaarverslag neemt daarbij een centrale plaats in; onderstaand betoog is tot dit jaarverslag beperkt.

Doel van het jaarverslag zal onder meer zijn:

- a. aan de eigenaren verantwoording af te leggen omtrent het gevoerde beheer;
- b. andere belanghebbenden en geïnteresseerden omtrent de onderneming voor te lichten;
- c. vooral door het periodieke karakter der verslaglegging een zodanige bekendheid aan de financiële positie en de rentabiliteit te geven, dat - indien gewenst - een beroep op de vermogensmarkt kan worden gedaan ter voorziening in de behoefte aan risicodragend en/of niet risicodragend vermogen.

De verantwoording aan de aandeelhouders bij een beleggingsmaatschappij zal moeten steunen op hetgeen de statuten omtrent de doelstelling aangeven. Kernpunt van het voorafgaande was dat de uitkeerbare winst bepaald werd door de doelstelling van de beleggingsmaatschappij; in het gehele jaarverslag zal die doelstelling tot uitdrukking moeten komen. Dat wil niet zeggen dat de beleggingsmaatschappijen met verschillende doelstellingen niet een uniforme verslaglegging zullen kunnen hebben. Niet het vermogensaccres, slechts het uitkeerbare gedeelte daarvan wordt bepaald door de doelstelling.

Het zwaartepunt in de verslaglegging van de beleggingsmaatschappijen komt zo te liggen op een specificatie van het vermogensaccres resp. het vermogens-decres gedurende de verslagperiode. M.a.w. op een analyse van het verschil tussen het vermogen aan het einde en het begin van de verslagperiode. In die vermogensopstellingen zal het vermogen dan berekend zijn op de beurskoersen.

Aansluitend op de vermogensvergelijking - en overeenkomstig de doelstelling, weergegeven in de statuten - volgt dan de vaststelling van de uitkeerbare winst. Vaststelling van de vermogenstoename of vermogensafname en winstbepaling gaan dan een organisch geheel vormen.

Voor Nederland geldt dat van grote invloed op het in feite uitkeerbaar zijn van vermogenstoename zijn de fiscale bepalingen op dit punt. Fiscaal is de hoogte der uitkeringen aan een maximum gebonden, uitgaan boven dit maximum brengt met zich mede het verschuldigd worden van belasting.

Op dat moment ontstaat dus een keuzemogelijkheid tussen winstinhouding en belasting betalen. In de statuten zouden bepalingen kunnen worden opgenomen, die bijvoorbeeld de uitkeerbare winst beperken tot het fiscaal maximum toelaat-

bare. Dat brengt als voordeel met zich mee, dat niet bij elke verandering der fiscale voorschriften de statuten dienen te worden aangepast. Daarnaast heeft een dergelijke statutaire bepaling het voordeel dat uit de periodieke verantwoording de fiscale gedragslijn duidelijk blijkt. Hiermede zou veel onduidelijks in de huidige verslaglegging onzer grote beleggingsmaatschappijen wegvallen. Het is toch duidelijk in het belang van aandeelhouders, te weten waar ze op dit punt aan toe zijn.

Een tweede belangrijk punt in de verslaglegging betreft het gevoerde beleid ten aanzien van de samenstelling der effectenportefeuille. Het Directieverslag zal op dit punt een uitgebreide verantwoording dienen te bevatten. Als basis voor deze verantwoording zal de meestal gegeven specificatie der effectenportefeuille aan het begin en het eind der verslagperiode kunnen dienen. Een specificatie van alle aan- en verkopen zal in het algemeen geen nut hebben - voor insiders zou een dergelijke specificatie ook aan/verkoop-koersen en data van aan- en verkoop dienen te bevatten, daar dan pas een beoordeling van het beleid op dit punt is te beproeven. (Daarbij is dan ook nog een duidelijk inzicht in de beleggingsdoel-einden een eis.) Voor de gemiddelde aandeelhouder zal een dergelijke beoordeling echter ten ene male onmogelijk zijn. Een minimale eis op dit punt te stellen aan het jaarverslag is dan echter wel dat grote aan- en verkopen van fondsen die noch in de specificatie aan het begin, noch in de specificatie aan het eind van de verslagperiode voorkomen, in het Directieverslag worden besproken. Zo dit niet het geval ware zou een belangrijk deel van het Directiebeleid buiten de beoordeling der aandeelhouders blijven.